

歐債危機對全球經濟金融之衝擊  
— 兼論對台灣之影響

中央銀行  
100.12.22

# 目次

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 一、 歐元區之成立、效益與問題.....        | 1  |
| (一) 成立過程.....               | 1  |
| (二) 成立之效益.....              | 1  |
| (三) 歐元區運作之根本問題.....         | 3  |
| 二、 歐洲主權債務問題之發生與解決方法.....    | 7  |
| (一) 財政問題為歐洲主權債務危機發生之要因..... | 7  |
| (二) 歐洲主權債務危機之解決方案.....      | 8  |
| (三) 美國財政統合之經驗與啟示.....       | 9  |
| 三、 歐債危機對全球經濟金融之影響.....      | 10 |
| (一) 金融面之影響.....             | 11 |
| (二) 實質面之影響.....             | 16 |
| 四、 全球經濟減緩對台灣之影響.....        | 18 |
| (一) 金融面之衝擊.....             | 18 |
| (二) 實質面之影響.....             | 21 |
| 附表：歐元區主要國家財政緊縮政策概述.....     | 26 |
| 附件：國際經濟情勢展望                 |    |

# 歐債危機對全球經濟金融之衝擊－兼論對台灣之影響

## 一、歐元區之成立、效益與問題

### （一）成立過程

二次大戰後，基於尋求繁榮與維護和平的理念，歐洲國家領袖思索如何透過政治合作，消除戰爭的根源，推動經濟金融整合，以邁向歐洲合眾國（United States of Europe）為最終目標。

1. 1949 年成立歐洲理事會，1952 年成立歐洲煤鋼共同體，1958 年成立歐洲經濟共同體。
2. 1992 年 2 月馬斯垂克條約成立歐洲聯盟（簡稱歐盟）（目前有 27 個國家）。
3. 1999 年成立歐元區使用歐元<sup>1</sup>，完成貨幣整合（目前有 17 個國家）。

### （二）成立之效益

#### 1. 消除區域內匯率變動風險與不確定性

- 降低交易成本與避險成本，促進區域內貿易及投資活動；
- 提高各國商品及服務的價格透明度，提高競爭力。

#### 2. 規模經濟效益

- 歐洲就業人口增加 1400 萬人。

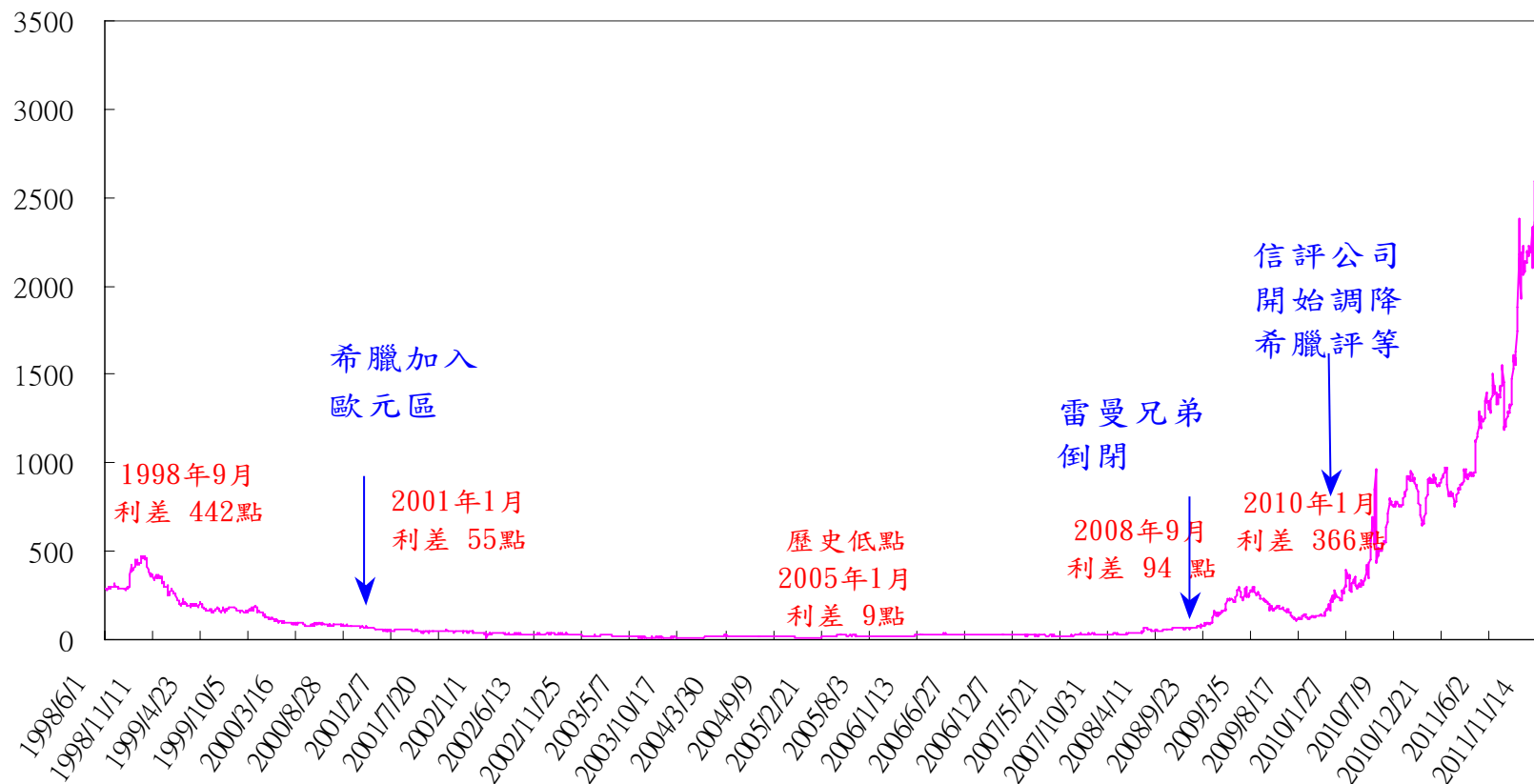
---

<sup>1</sup>成立時計有德、法、義、西、奧、比、荷、芬、愛、盧、葡等 11 國共同採用歐元。

- 促進**物價穩定**，歐元區 2000 年至 2010 年的通膨年增率平均為 2.05%。
- 歐元債券大受歡迎，主因：
  - (1) 無匯率風險，南歐等**邊陲國家債券**被視為**德國債券代替品**；
  - (2) 歐洲**退休基金大量持有歐元資產**；
  - (3) 銀行持有**歐元公債**，可向 **ECB 低利借款**。
- 歐洲各國政府與民間部門**融資成本降低**。

(basis points)

希臘與德國的10年期公債殖利率利差

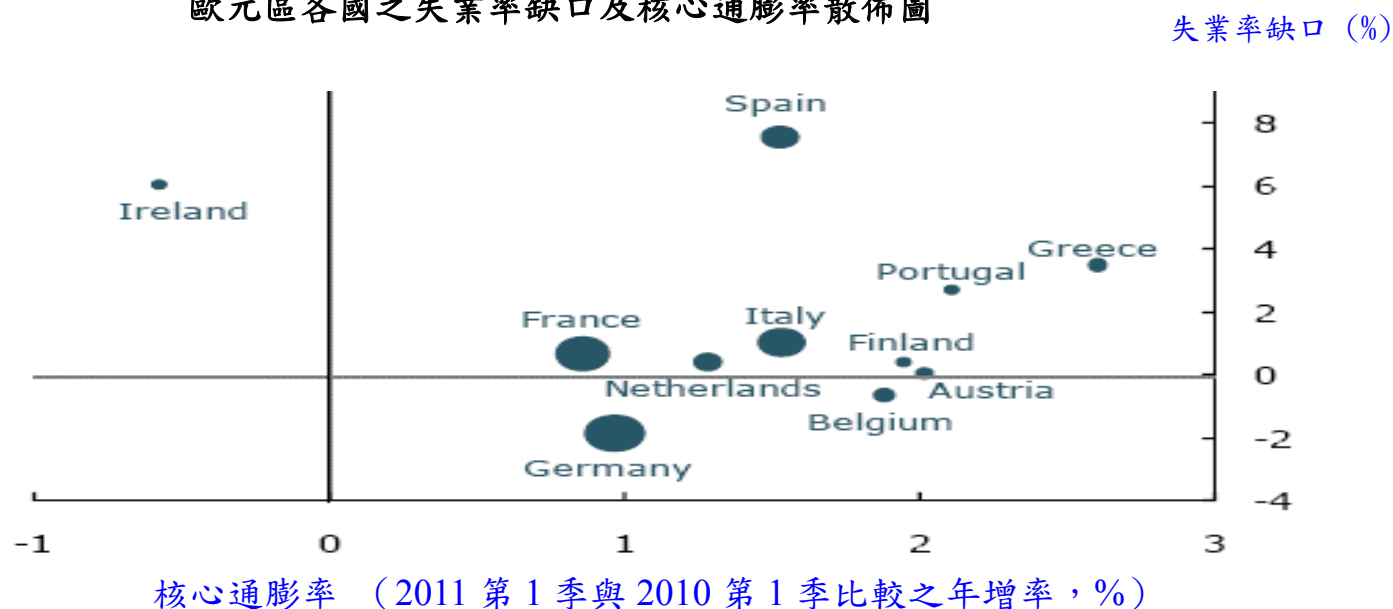


### (三) 歐元區運作之根本問題—One Size Does Not Fit All

#### 1. 各國經濟基本面差異甚大，採取統一貨幣政策未必適合邊陲小國

- 各國通膨及就業市場情況有明顯差異，尤其邊陲與核心國家之間。
- 經濟結構互異且各自為政，以歐元結合一起，如跌跌撞撞的兩人三腳賽。
- 歐元區的政策利率以德、法等核心國經濟情勢為主要依據，未必適合邊陲小國的情況。

歐元區各國之失業率缺口及核心通膨率散佈圖

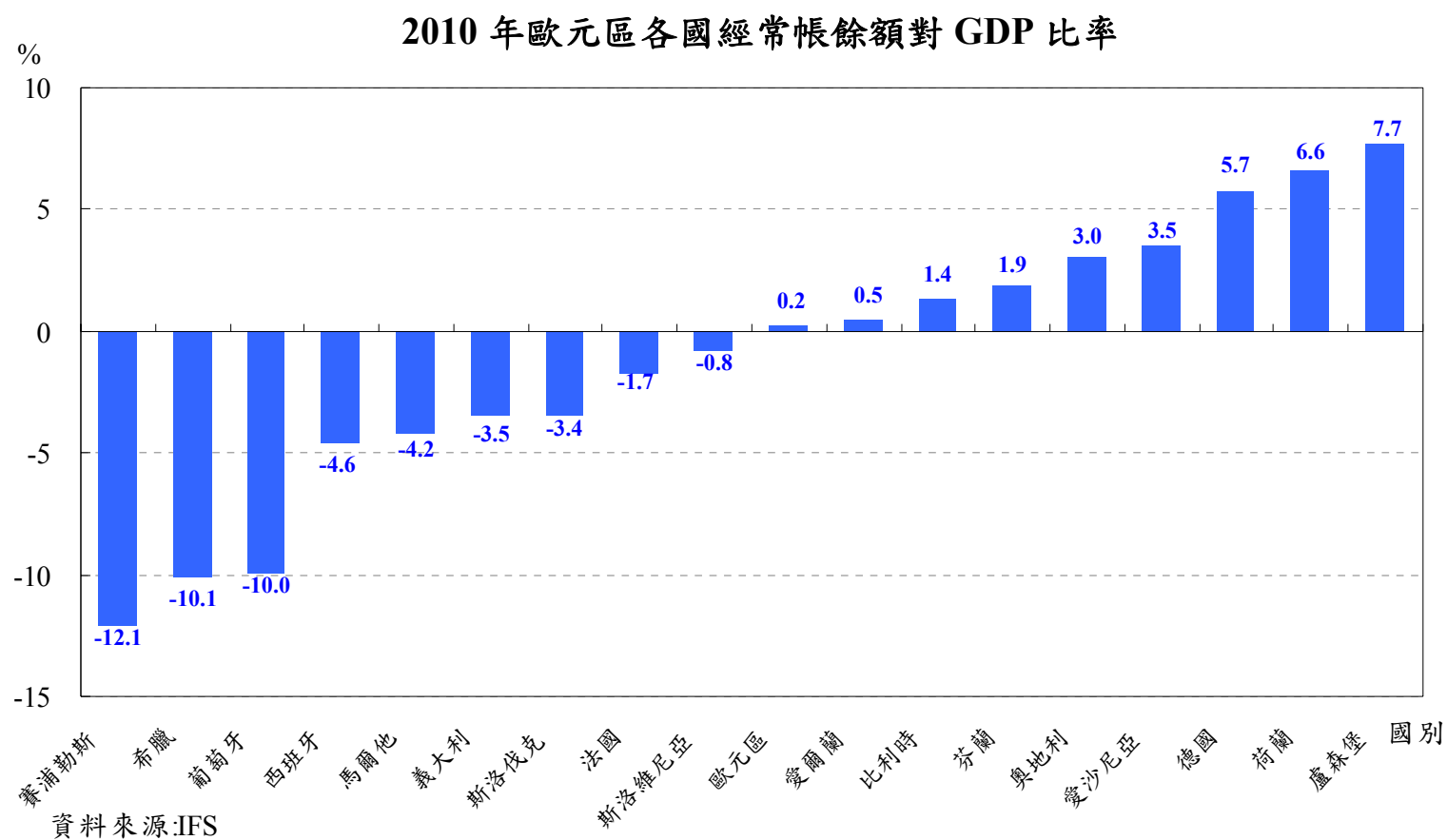


資料來源：IMF、OECD 及美國聯準會

註：點大小反映各國經濟規模大小的不同。失業率缺口係以各國實際失業率與不會引發通膨加速之失業率 (nonaccelerating inflation rate of unemployment, NAIRU) 間的差距。

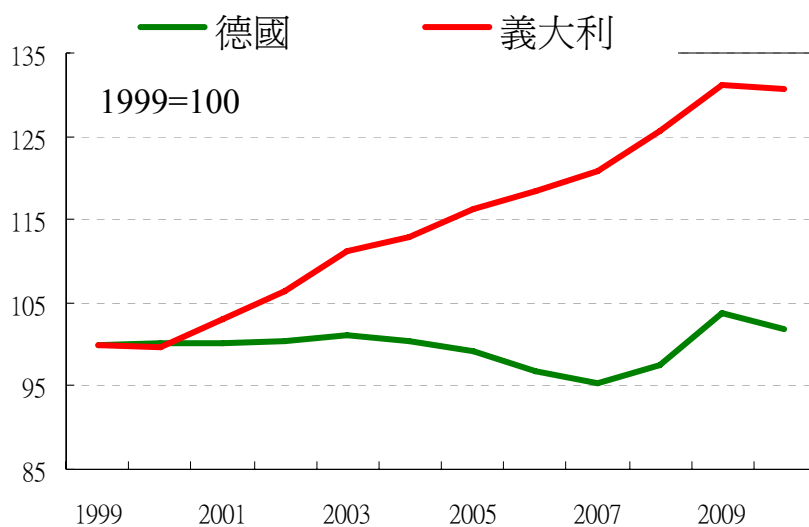
## 2. 各國生產力及對外貿易結構差異大，難以採取單一匯率政策

- 各國**生產力及對外貿易結構差異大**，如德國呈鉅幅經常帳順差，邊陲國家多呈經常帳逆差；
- 單一匯率政策難以調整各國國際收支。

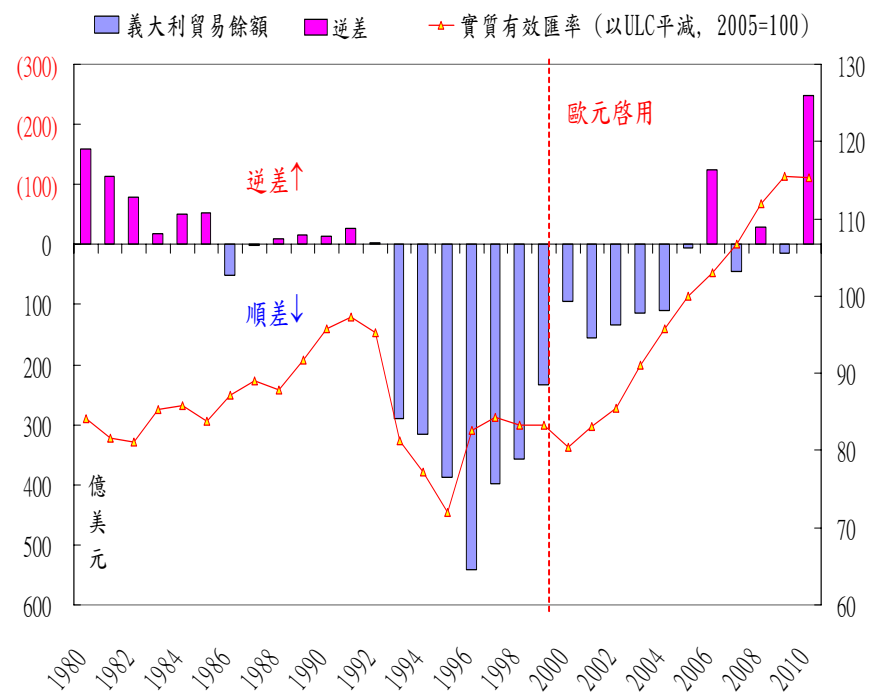


- 自歐元啓用以來，義大利實質有效匯率的升幅較德國約高出估 30%（以單位勞動成本，ULC 計算）；但生產力及競爭力並未能隨之提升，義大利貿易帳自順差轉為逆差。

以單位勞動成本（ULC）計算實質有效匯率指數，  
至 2010 年時，義大利高於德國約 30%。

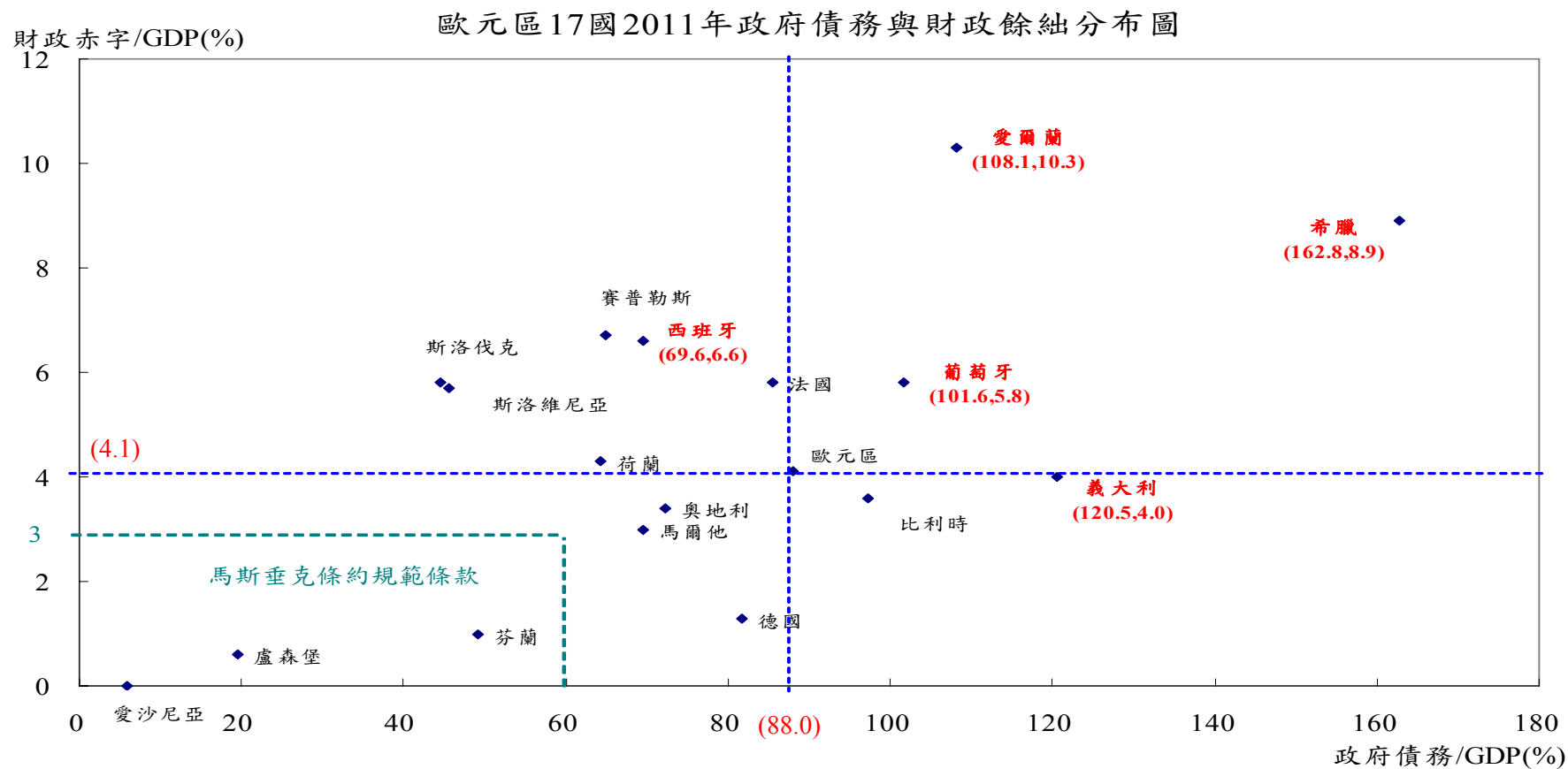


資料來源：OECD 及 IMF



### 3. 缺乏有效的財政協調及移轉機制

- 各國經常未遵守「馬斯垂克條約」與「穩定暨成長協定」等規範，難以節制各國財政政策；
- 財政統合牽涉各國政治上的協調整合問題，不易達成合作共識。



資料來源：European Economic Forecast, Autumn 2011, European Commission.

註：愛沙尼亞預計2011年為財政盈餘，財政盈餘對GDP比率為0.8%。

## 二、歐洲主權債務問題之發生與解決方法

### (一) 財政問題為歐洲主權債務危機發生之要因

#### 1. 問題國家的政府外債比偏高，歐洲先進國家銀行對其曝險偏高

- 2010 年底希臘、葡萄牙與愛爾蘭的政府外債比均逾 50%，而法國、德國與英國銀行對問題國家（葡萄牙、愛爾蘭、義大利、希臘、西班牙，PIIGS）國外債權合計曝險約 2 兆美元。
- 投資者去槓桿化行動使得危機更加惡化，當德、法主張民間部門承受部份債務損失後，南歐債券乏人問津，形成去歐洲化現象。

#### 2. 歐洲主權債務危機的發展



## (二) 歐洲主權債務危機之解決方案

|                |                                                               |                                                                                                                                                                       |
|----------------|---------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 近期採取之措施        | 1.主要國家央行聯合行動                                                  | ➤ 2011 年 11 月底 <b>美國 Fed</b> 聯合歐元區、日本、英國、加拿大與瑞士央行 <b>調降美元換匯利率</b> ，由 OIS 加碼 1%調降至加碼 0.5%，減緩歐洲銀行美元流動性短缺問題。                                                             |
|                | 2.歐洲央行降息                                                      | ➤ <b>近期歐洲央行 (ECB) 連續兩次調降基準利率至 1.00%</b> ，亦採取調降準備率及放寬擔保品限制等方式，擴大銀行借貸能力，以確保市場穩定。                                                                                        |
|                | 3.ECB 對歐元區銀行提供 3 年期貸款 (LTRO, long-term refinancing operation) | ➤ 12 月 21 日對 523 家銀行貸出 4,890 億歐元三年期貸款 (目前利率為 1% )，致西班牙公債殖利率大幅下降。                                                                                                      |
|                | 4.接受紓困國家採行財政緊縮                                                | ➤ 接受紓困國家如希臘、愛爾蘭及葡萄牙，以改革退休制度或削減福利支出等削減預算赤字。其他國家如法、德、義、西，亦逕採財政緊縮政策 (詳附表)。                                                                                               |
| 12 月 9 日歐盟峰會決議 | 1.財政協定 (fiscal compact)                                       | ➤ <b>結構性赤字不得逾名目 GDP 的 0.5%</b> ，且應列入憲法。<br>➤ <b>一旦預算赤字達 GDP 之 3%</b> ，將啟動自動懲罰機制，歐盟執委會將以該國債務相對 GDP 比不得逾 60%為減赤目標。                                                      |
|                | 2.穩定機制 (ESM/EFSF)                                             | ➤ 為數 <b>5,000 億歐元</b> 之常設「歐洲穩定機制」(ESM)，預計提前一年於 <b>2012 年 7 月</b> 啟動。<br>➤ 臨時性之歐洲金融穩定基金 (EFSF) 則繼續提供融資至 2013 年中。<br>➤ <b>2012 年 3 月前評估 EFSF/ESM 之 5,000 億歐元額度是否充足。</b> |
|                | 3.向 IMF 提供貸款                                                  | ➤ 歐元區同意向 IMF 提供 1,500 億歐元貸款，充實 IMF 資金以援助危機國家。                                                                                                                         |
| 長期             | 進行結構改革，並成立財政聯盟                                                | ➤ 歐元區各國應 <b>落實結構改革</b> ，如 <b>經濟結構改革、勞動市場結構改革等</b> 。<br>➤ <b>並應成立財政聯盟</b> ，建立歐元區集權的財政部，朝向高度的 <b>政治整合邁進</b> 。                                                           |

### (三) 美國財政統合之經驗與啟示

#### 1. 美國財政統合之經驗

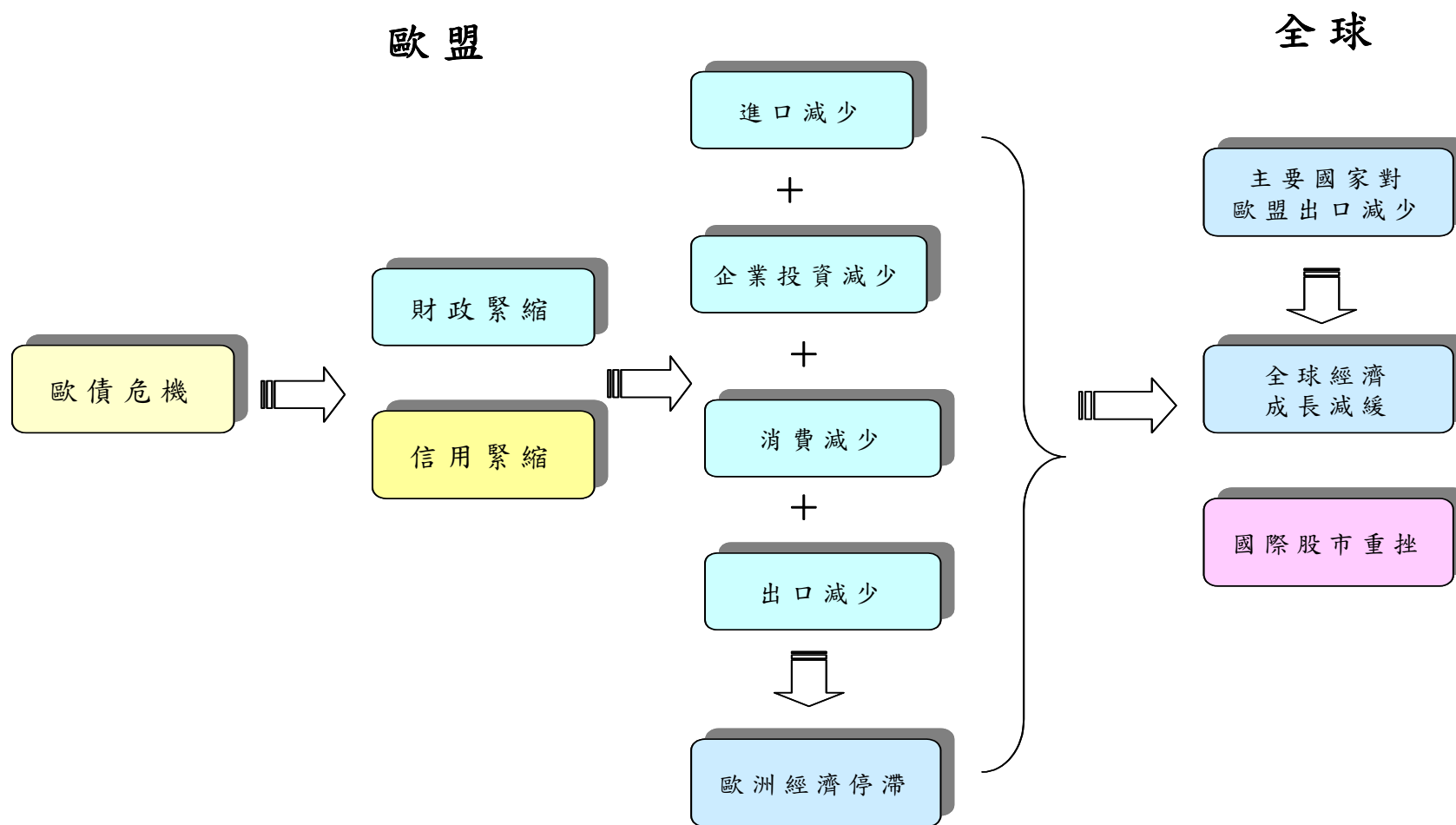
- 美國於 1776 年獨立建國，當時各州皆因獨立戰爭而產生不少債務。美國 1789 年行憲，賦予聯邦政府課稅的權力以支付債務，但未解決地方債務問題。
- Alexander Hamilton 出任首任財政部長後，於 1790 年 1 月提案主張聯邦政府承接各州的債務，以較低的利率發行新債務，換取舊有債務。國會於同年，通過該案並於次年實施。

#### 2. 解決歐債問題需一段相當長之時間方可達成

- 歐債危機解決之道，為歐元區各國共同努力調整財政政策與落實結構性改革。
- 改革政策包含打擊貪污、勞動市場改革與企業環境現代化，例如希臘、義大利須徹底終結政府貪污亂象，義大利與西班牙等國須改革工會勢力龐大的勞動市場。
- 長期而言，歐元區國家則應效法美國之邦聯制經驗，共同負擔財政責任，成立財政聯盟，例如歐洲財政政策理事會（Fiscal Policy Council），朝向高度的政治整合邁進，惟此必須各國下定決心共同努力，且需一段相當長之時間方可達成。

### 三、歐債危機對全球經濟金融之影響

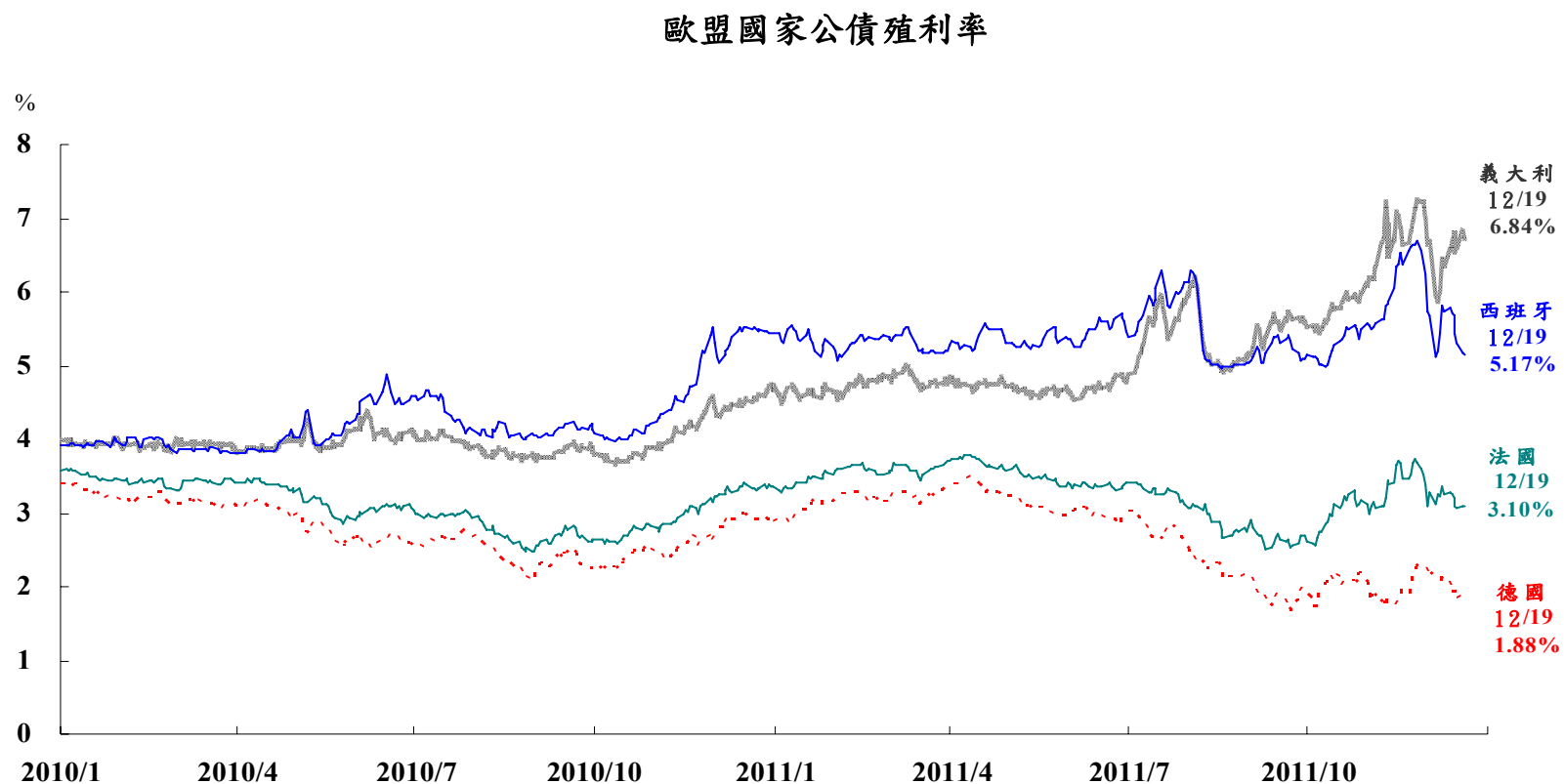
#### 歐債危機對全球經濟金融之影響途徑



## (一) 金融面之影響

### 1. 歐盟地區公債價格持續下跌，政府籌資成本上升，加重財政赤字問題

- 歐洲債務危機延宕，金融市場疑慮加深，投資者拋售問題國家債券，導致公債殖利率持續上升，政府籌資成本上升。



■ 金融市場價格大幅波動，經濟不確定性提高，影響消費與投資。

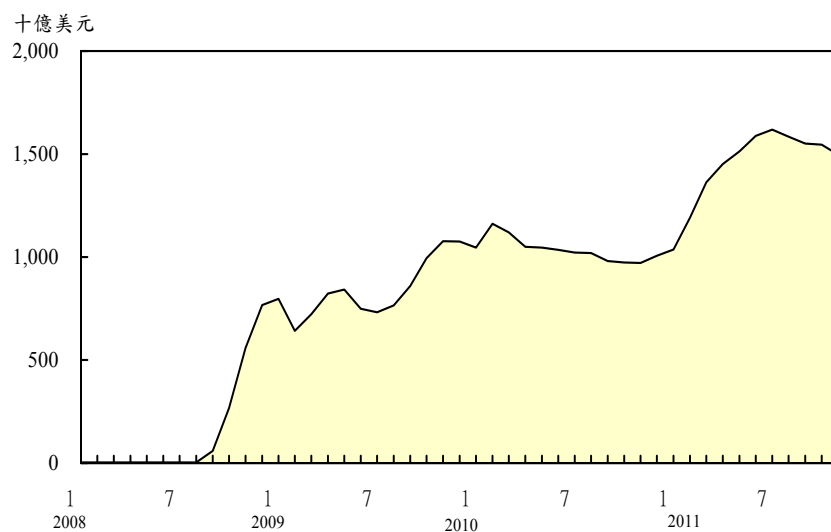
### 3 項風險指標（股票波動率、信用違約交換利差及同業拆款利率與國庫券收益率利差）



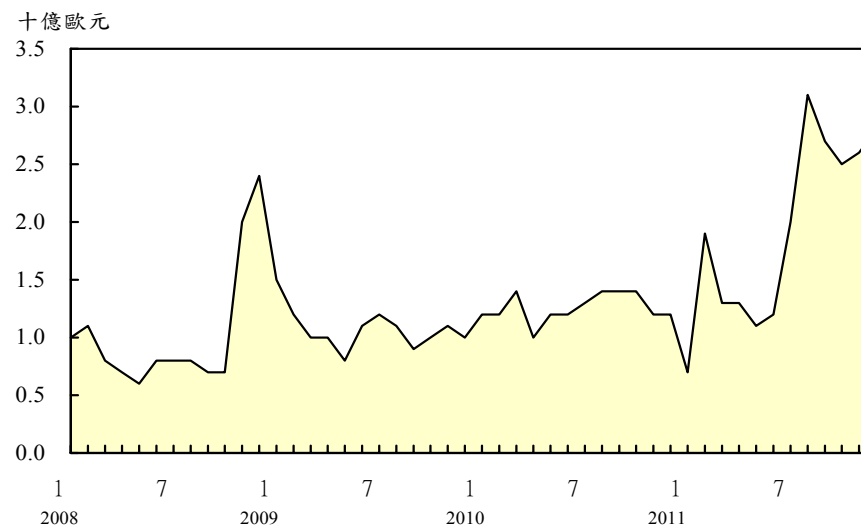
## 2. 美歐銀行資金大量回流央行，寬鬆政策成效不彰

- 由於銀行不願意對民間部門或同業提供貸款，央行寬鬆政策所釋出之資金多回流央行，導致銀行體系超額準備金額持續攀升。

美國銀行體系超額準備金



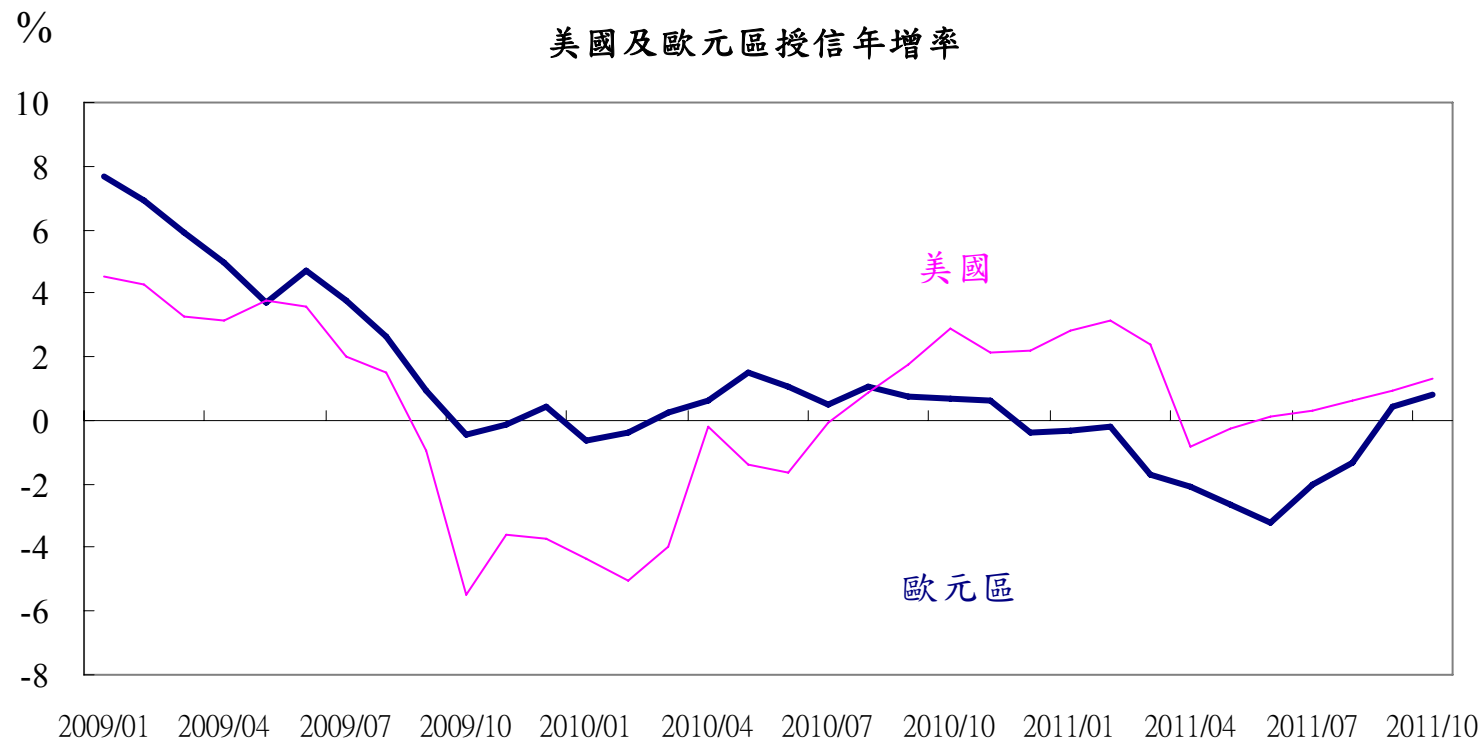
歐元區銀行體系超額準備金



資料來源：Board of Governors of the Federal Reserve System、ECB.

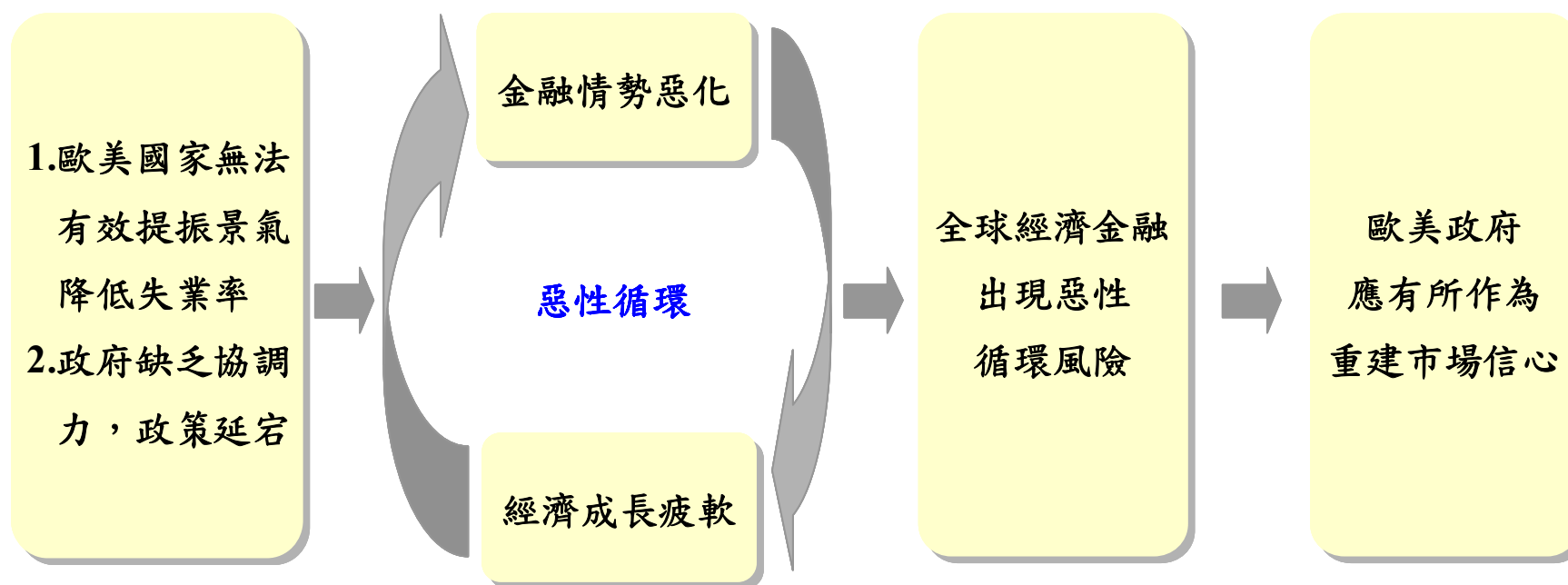
### 3. 歐洲企業面臨信用緊縮，不利經濟成長

- 歐債危機擴大，歐洲銀行業面對**流動性問題**及**資本適足率**壓力，被迫縮減資產。
- 信用緊縮加劇，企業與家計部門融資困難度上升，**歐元區授信年增率減速**，消費、投資與出口均受到衝擊，不利經濟成長。此一效應，蔓延**傳遞至美國**。



#### 4. 「金融市場惡化」與「經濟成長疲軟」出現惡性循環風險

- 由於歐債危機蔓延，財政整合的政治僵局造成政策延宕，衝擊投資及消費者信心，引發國際金融市場震盪。
- 在「**金融情勢惡化**」及「**經濟成長疲軟**」交互影響下，出現**惡性循環風險**。

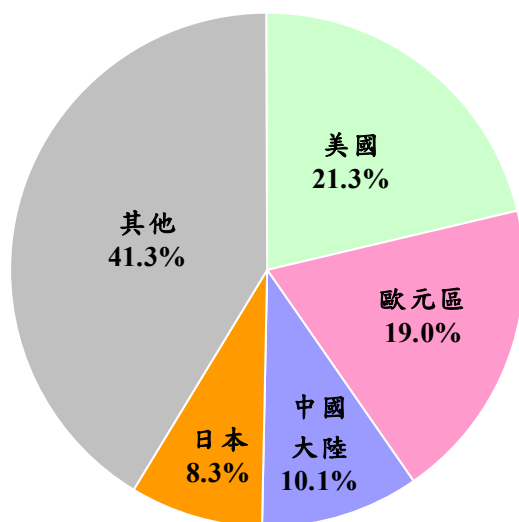


## (二) 實質面之影響

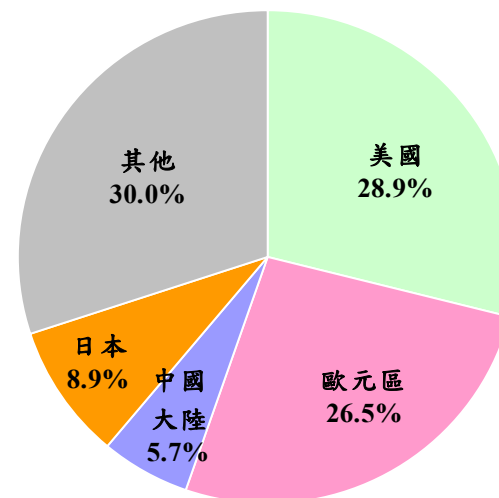
### 1. 歐元區是全球第 2 大經濟體與消費市場，僅次於美國

- 本年 5 月以來，歐債問題延宕，導致歐元區、美國等主要經濟體景氣趨緩，全球經濟成長下滑。

2011年主要國家GDP占全球GDP比重



2010年主要國家民間消費占全球消費比重



- OECD 估計，歐盟 GDP ↓ 1% ⇒
  - OECD 國家 ↓ 0.4%
  - 美國 ↓ 0.1%

## 2. 明年歐洲及全球經濟成長預測下修

- 各界預期明年歐元區恐陷入停滯，除日本外，全球其他主要經濟體表現亦不如今年（詳附件）。

主要經濟體成長率預測值

| 預測機構                           | 全球   |      | 美國   |      | 歐元區  |      | 日本   |      | 中國大陸 |      | 東協10國 |      |
|--------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|
|                                | 2011 | 2012 | 2011 | 2012 | 2011 | 2012 | 2011 | 2012 | 2011 | 2012 | 2011  | 2012 |
| Global Insight<br>(2011/12/15) | 2.8  | 2.7  | 1.7  | 1.8  | 1.5  | -0.7 | -0.7 | 2.9  | 9.2  | 7.8  | 4.7   | 4.5  |
| ADB<br>(2011/12/6)             | n.a. | n.a. | 1.6  | 2.1  | 1.7  | 0.5  | -0.5 | 2.5  | 9.3  | 8.8  | 4.8   | 5.3  |
| UN<br>(2011/12/1)              | 2.8  | 2.6  | 1.7  | 1.5  | 1.5  | 0.4  | -0.5 | 2.0  | 9.3  | 8.7  | n.a.  | n.a. |
| OECD<br>(2011/11/28)           | n.a. | n.a. | 1.7  | 2.0  | 1.6  | 0.2  | -0.3 | 2.0  | 9.3  | 8.5  | n.a.  | n.a. |
| EU<br>(2011/11/10)             | 3.7  | 3.5  | 1.6  | 1.5  | 1.5  | 0.5  | -0.4 | 1.8  | 9.2  | 8.6  | n.a.  | n.a. |
| J.P.Morgan<br>(2011/12/16)     | 2.6  | 2.0  | 1.8  | 1.9  | 1.6  | -0.7 | -0.8 | 1.9  | 9.0  | 8.2  | n.a.  | n.a. |

## 四、全球經濟減緩對台灣之影響

### (一) 金融面之衝擊

#### 1. 本國銀行對 PIIGS 五國的曝險金額低，所受衝擊不大

- 本年 9 月底本國銀行對 **PIIGS 五國** 的國際債權僅 **43 億美元**，占全部餘額的 **2.4%**。

本國銀行國際債權最終風險表  
(2011 年 9 月底)

|           | 金額<br>(億美元) | 比重<br>(%) |
|-----------|-------------|-----------|
| 全部        | 1,820       | 100.0     |
| 美洲及加勒比海地區 | 593         | 32.6      |
| 亞洲及太平洋地區  | 584         | 32.1      |
| 歐盟        | 540         | 29.6      |
| PIIGS 5 國 | 43 *        | 2.4       |
| 其他        | 104         | 5.7       |

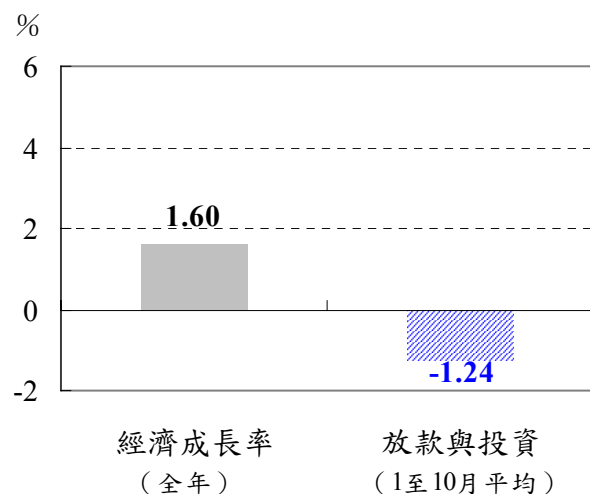
資料來源：央行「本國銀行合併金融統計」。

\*主要係國人購買海外基金，銀行業債權甚少。

## 2. 相較於歐美銀行信用緊縮，國內銀行授信穩定成長，足以支應經濟成長所需

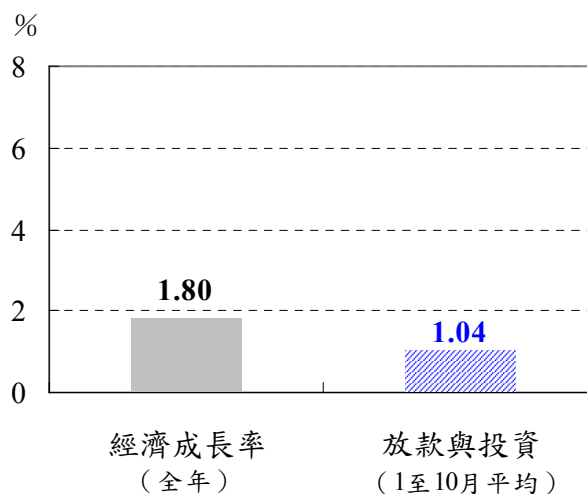
- 歐美銀行則因信用緊縮，其授信成長率均低於全年經濟成長率，不利其民間部門取得資金，恐進一步影響經濟成長。
- 國內銀行因暴險金額甚低，本年1至10月放款與投資穩定成長，銀行資金供給充裕，足以支應經濟成長所需。

歐元區信用成長與經濟成長率



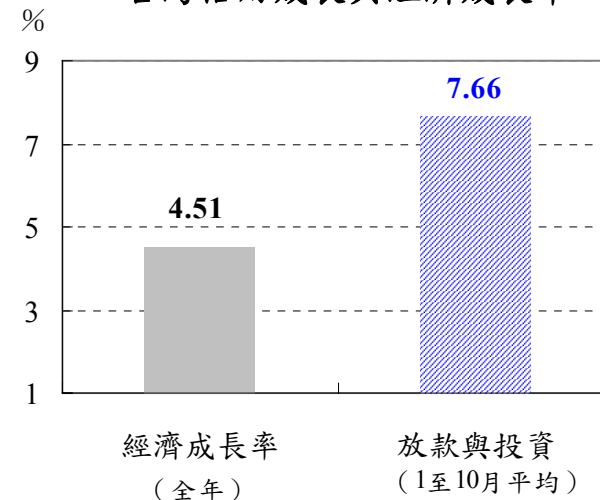
資料來源：Global Insight World Overview 及 ECB。

美國信用成長與經濟成長率



資料來源：Global Insight World Overview 及 FED。

台灣信用成長與經濟成長率

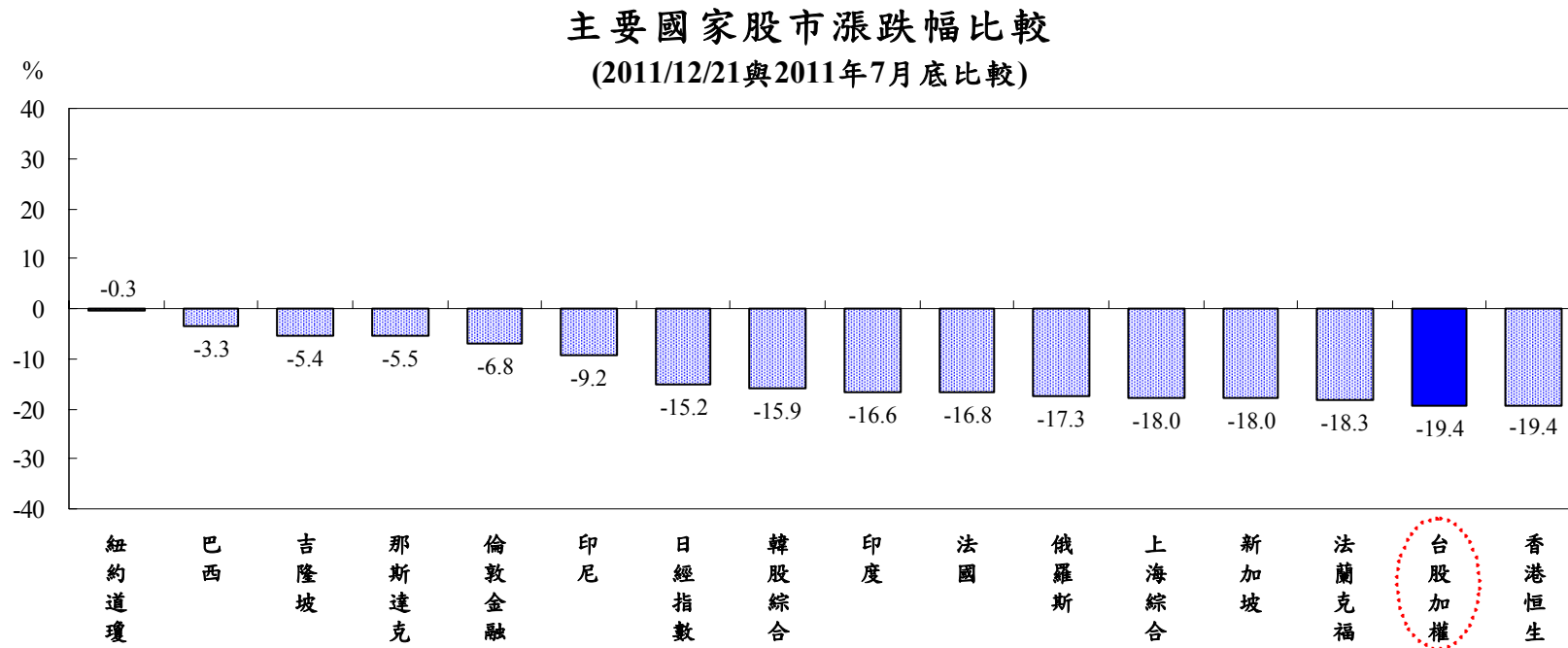


資料來源：本行經濟研究處及主計處。

### 3. 對股市之衝擊較大

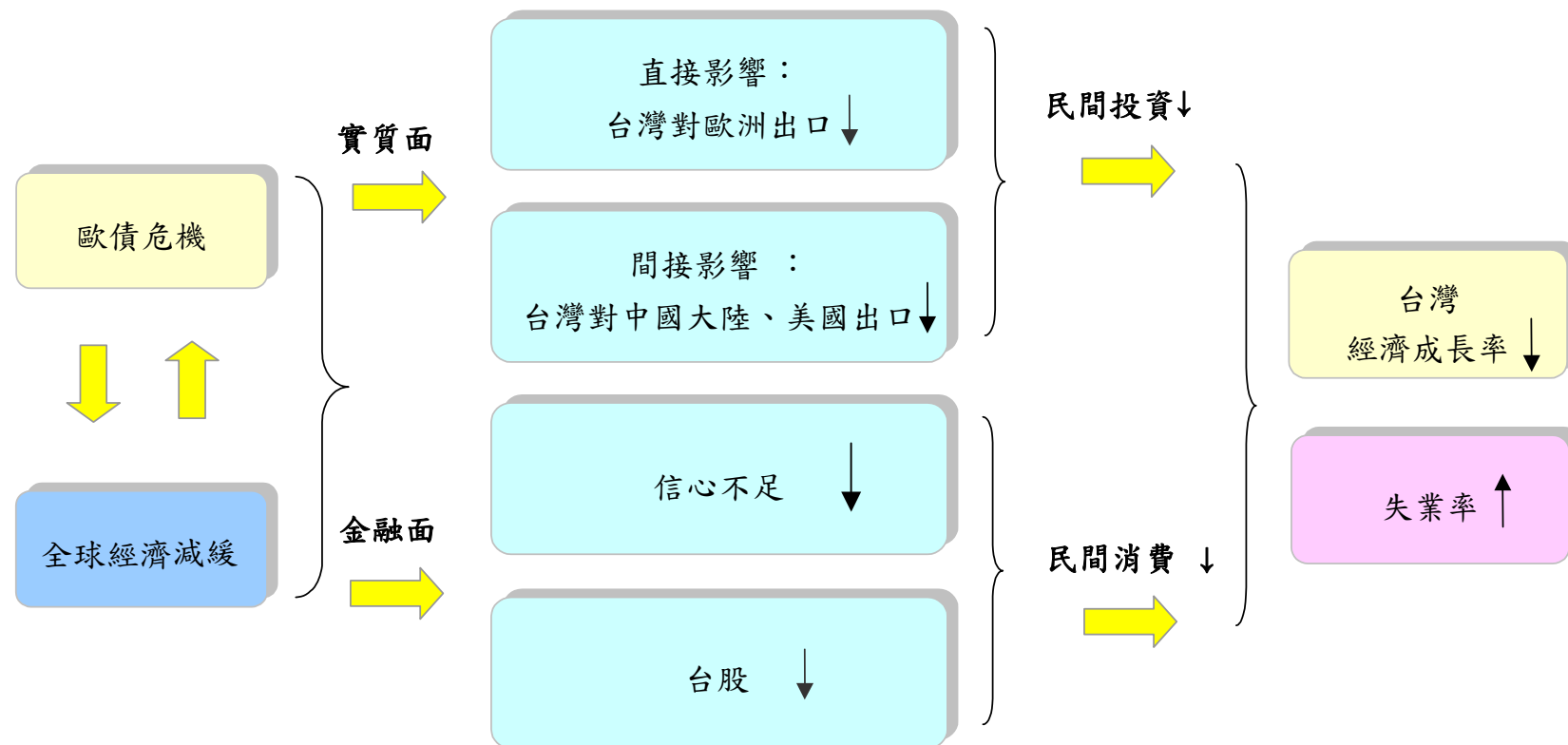
#### ■ 相較國際股市，今年台股跌幅深

- 歐債危機及美國經濟不確定性，東亞新興國家股市波動加劇。
- 12月21日與7月底比較，台股跌19.4%，在主要國家中，跌幅較大。
- 台股跌幅深之原因：外資大幅賣超、電子股（權值高）獲利不佳、金融股跌深、2009-2010年台股漲幅已大。



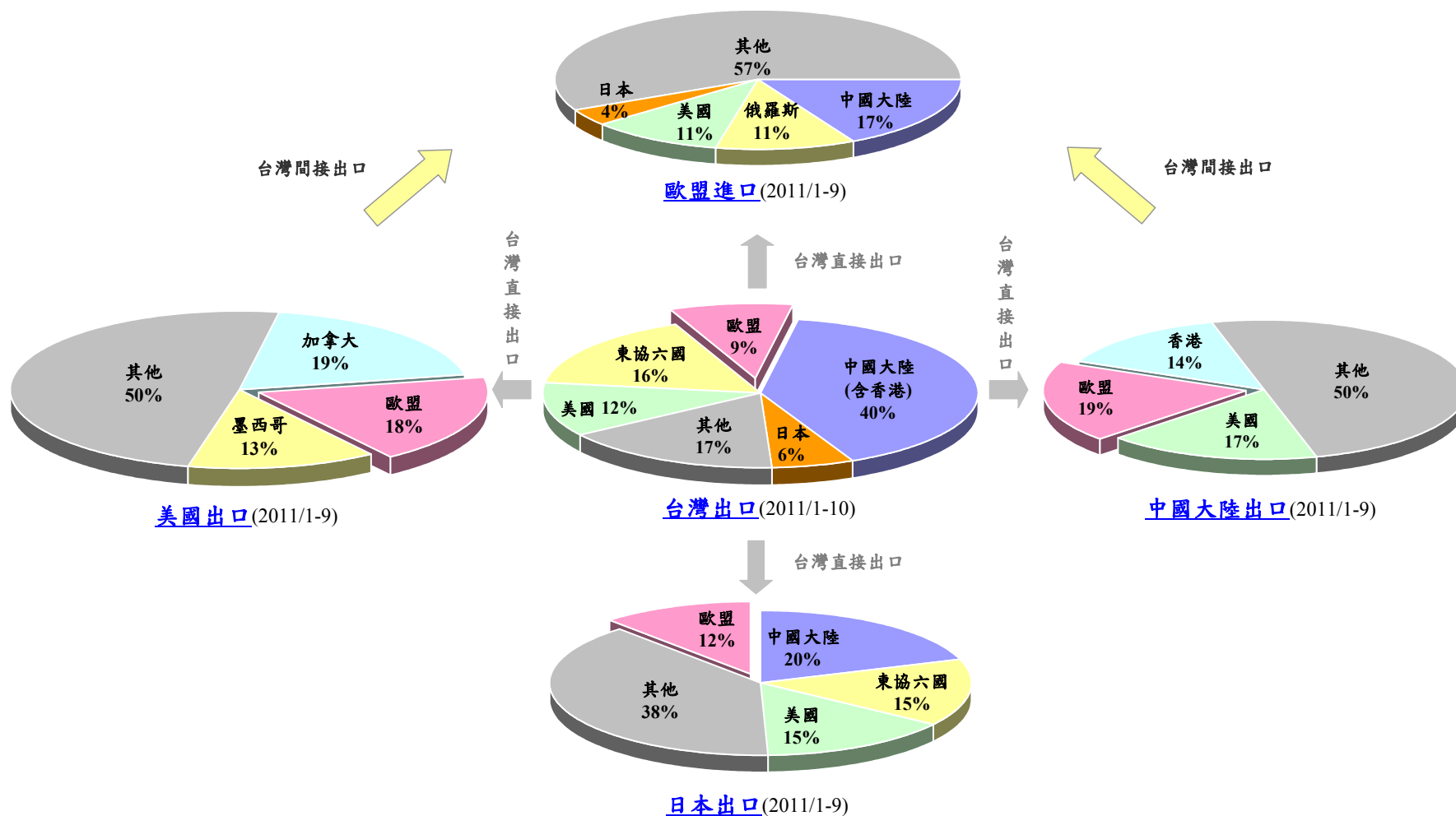
## (二) 實質面之影響

### 1. 對台灣實質經濟之傳遞管道



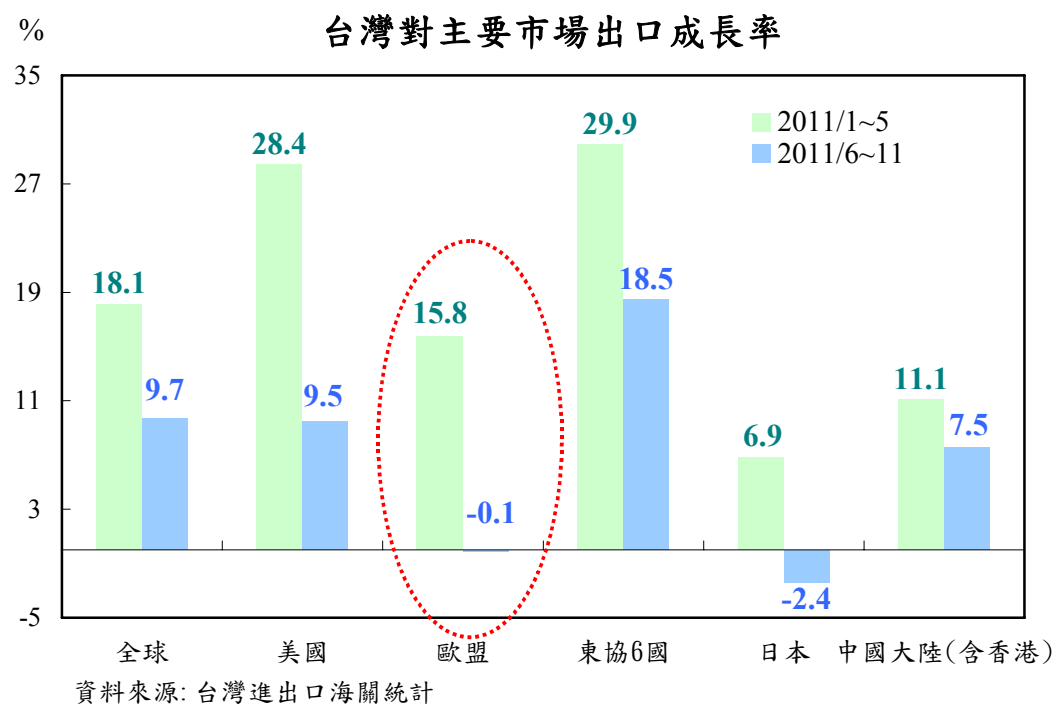
## 2. 歐債問題影響台灣出口途徑

- 台灣出口 9% 直接銷往歐盟，另透過中國大陸、美國等加工後，間接出口歐盟。



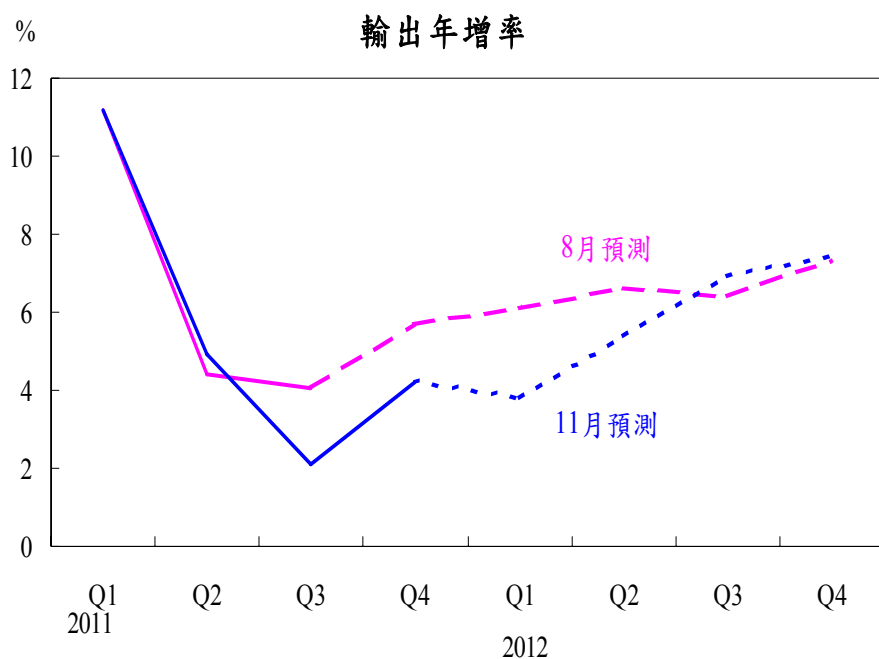
### 3. 歐債危機惡化，加上國際經濟減緩影響，台灣對主要市場出口成長下滑

- 6月以來，台灣對歐盟出口轉為負成長；對美國出口成長減幅相對較大（由1~5月之28.4%降至6~11月之9.5%），顯示對美國出口亦明顯受歐債危機波及。

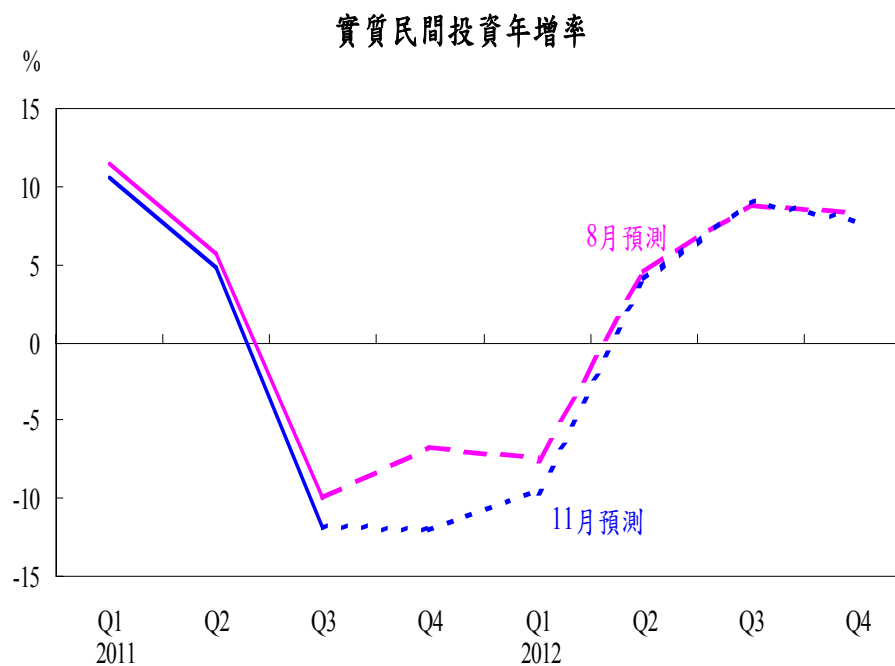


#### 4. 台灣出口減緩，影響民間投資成長

- 台灣出口以 ICT 為主，屬於所得彈性高的產品，台灣出口的波動度又明顯高於其他亞洲國家。
- 反映歐債問題導致全球經濟趨緩，主計處自 8 月起，連續下修台灣本年及明年輸出及民間投資成長率。



資料來源：行政院主計處。



資料來源：行政院主計處。

## 5. 國內外機構下修台灣經濟成長預測值

- 全球經濟走緩，台灣出口成長趨緩，民間投資意願下降，國內外機構陸續下修今、明兩年台灣經濟成長之預測值。

### 台灣經濟成長之預測

單位：%

| 發布機構 | 台綜院        | 中經院       | 主計處        | 台經院       | Global<br>Insight | Goldman<br>Sachs | EIU        |
|------|------------|-----------|------------|-----------|-------------------|------------------|------------|
| 發布日期 | 2011/12/15 | 2011/12/6 | 2011/11/24 | 2011/11/8 | 2011/12/15        | 2011/12/9        | 2011/11/28 |
| 2011 | 4.41       | 4.40      | 4.51       | 4.64      | 4.46              | 4.40             | 4.40       |
| 2012 | 4.02       | 4.07      | 4.19       | 4.22      | 3.85              | 3.00             | 3.00       |

附表 歐元區主要國家財政緊縮政策概述

|     | 緊縮政策                             | 主要措施                          |
|-----|----------------------------------|-------------------------------|
| 法國  | 到 2016 年共削減預算 650 億歐元            | 提高營業稅及公司稅稅率、加速改革退休金制度         |
| 德國  | 到 2014 年共削減預算 800 億歐元            | 增稅、削減社會福利預算、四年內裁減 1 萬名政府員工    |
| 希臘  | 五年內削減公共支出 143.2 億歐元，增稅 140.9 億歐元 | 新增財產稅、削減退休年金與薪資，計畫裁減 3 萬名國營員工 |
| 愛爾蘭 | 四年內削減支出 100 億歐元，增加稅收 50 億歐元      | 裁減公共部門工作崗位，改革個人所得稅，減少最低工資標準   |
| 義大利 | 節省 598 億歐元，在 2014 年之前平衡預算        | 提高退休年齡和燃料價格、加稅和削減開支           |
| 葡萄牙 | 通過緊縮 2012 年預算法案，計劃大幅削減預算赤字       | 提高消費稅和所得稅、取消公務員補貼並削減福利支出      |
| 西班牙 | 通過設定預算赤字限額法則，不得超過歐盟訂定之上限         | 提高菸草稅稅率、提高退休年齡、削減政府部門員工薪資     |